

Hedge-Fonds – eine gute Anlageform?

Hedge-Fonds gelten vor allem in Zeiten niedriger Zinsen und geringer Aktienkurssteigerungen als eine attraktive Anlageform. Denn im Unterschied zu traditionellen Investmentfonds können Hedge-Fonds auf unterschiedlichste Finanzinstrumente zurückgreifen und unterliegen kaum Regulierungen. In den letzten Jahren hat das Volumen von Hedge-Fonds weltweit beträchtlich zugenommen. In Deutschland wurden Hedge-Fonds mit dem Investment-Modernisierungsgesetz zum 1. Januar 2004 zugelassen. Jetzt können institutionelle Investoren und – unter bestimmten Bedingungen auch Privatanleger in heimische Hedge-Fonds investieren. Die vorliegende Analyse zeigt, dass mit Hedge-Fonds nicht nur große Chancen, sondern auch erhebliche Risiken verbunden sind.

Dorothea Schäfer
dschaefer@diw.de

Hedge-Fonds sind Investmentgesellschaften, die sich durch eine Reihe von Merkmalen von anderen Fondsgesellschaften unterscheiden (Tabelle 1).¹ Ins Auge sticht dabei vor allem die nahezu fehlende Regulierung. In der Folge sind Hedge-Fonds-Manager relativ frei in der Wahl ihrer Anlagestrategien. Auch für den Verschuldungsgrad des Fonds existieren – anders als bei anderen institutionellen Investoren, z. B. Banken und Versicherungen – keine Höchstgrenzen. Zugleich gelten Hedge-Fonds im Vergleich zu anderen Anlageformen als besonders intransparent.²

Zentrale Instrumente von Hedge-Fonds

Leerverkäufe (*Short*-Positionen) und der Einsatz eines Hebels (*Leverage*) sind zentrale Instrumente von Hedge-Fonds. Bei einem Leerverkauf verkauft die Fonds-Managerin ein Wertpapier, das sie sich zuvor gegen Gebühr geliehen hat. Als Leihgeber fungiert in der Regel ein professioneller Wertpapierhändler. Der Verkaufserlös wird verzinst, verbleibt jedoch bis zur Rückgabe des Wertpapiers als Sicherheit auf dem Konto der Bank. Der Leerverkauf führt nur dann zu einem Gewinn, wenn der Kurs des Wertpapiers *fällt* und das Papier zu einem niedrigeren Kurs an den Eigentümer zurückgegeben werden kann. Damit unterscheidet er sich vom normalen Kauf eines Wertpapiers (*Long*-Position), bei dem der Käufer eine *Kurssteigerung* erwartet. Aus der Sicht des Fonds lässt sich das Marktrisiko durch geeignete Kombinationen von Kauf (*Long*)- und Leerverkauf (*Short*)-Positionen reduzieren.

Unter *Leverage* (Hebel) wird die Aufnahme von Fremdkapital zum Zwecke der Renditesteigerung verstanden. Liegt der Fremdkapitalzins unter der erwarteten Rendite der Anlagestrategie, treibt ein höherer Verschuldungsgrad die Eigenkapitalrendite in die Höhe.³ Die Triebkraft des *Leverage* nach

Tabelle 1

Unterschiede zwischen Hedge-Fonds und „normalen“ Investmentfonds

	Hedge-Fonds	Investmentfonds
Anlageziele	Absolute positive Rendite	Bessere Entwicklung als relevanter Index
Triebkraft der Erträge	Expertise/Geschick des Managers	Entwicklung des Gesamtmarktes
Anlagebeschränkungen	Keine, Leerverkäufe sind möglich	Stark regulativ beschränkt, nur Käufe
Vergütung des Managers	Überwiegend erfolgsabhängig, bis 25 % der Erträge	Abhängig vom Fondsvolumen und von der relativen Wertentwicklung
Kreditaufnahme	Möglich und wird auch getätigt	Verboten
Risikoprofil	Geprägt durch unsystematisches (idiosynkratisches) Risiko	Geprägt durch systematisches Risiko
Derivate-Einsatz	Praktisch unbeschränkt	Verboten
Liquidität der Anlagen	In der Regel gering	Hohe Liquidität, in der Regel jederzeit liquidierbar
Regulierung	Kaum Regulatorien	Reguliert
Transparenz	Kaum Transparenz	Relativ hohe Transparenz

oben ist freilich die gleiche wie die nach unten. Bei einem über der Anlagerendite liegenden Fremdkapitalzins kann ein hoher *Leverage* auch eine negative Rendite und den Verzehr des Eigenkapitals zur Folge haben. Rendite und Risiko eines Hedge-Fonds sind folglich auch stark vom eingesetzten *Leverage* abhängig. 73 % aller weltweit angebotenen Fonds machten 2002 vom Hebel Gebrauch. Einen *Leverage* von 2 zu 1 oder mehr nutzten allerdings nur knapp 28 %.⁴

Tabelle 2

Performance von US-Hedge-Fonds und US-Investmentfonds sowie ausgewählte Kapitalmarktindizes

In %

	1998 bis 2003	
	Hedge-Fonds	„Normale“ Investmentfonds
Die besten 10	39,8	34,7
Die besten 10 %	30,3	14,8
Die besten 25 %	23,5	10,7
Die schlechtesten 25 %	0,6	-1,4
Die schlechtesten 10 %	-4,9	-4,2
Die schlechtesten 10	-14,2	-26,9
	1988 bis 2003	
	VGHI ¹	MSCI ²
Rendite	15,8	5,4
Standardabweichung	8,7	16,3
	VGHI ¹	S & P ³
	VGHI ¹	LBABI ⁴
Rendite	15,8	11,9
Standardabweichung	8,7	15,5
Rendite	15,8	8,5
Standardabweichung	8,7	4,4

¹ VAN Global Hedge Fund Index.² Morgan Stanley Capital International.³ Standard & Poor's.⁴ Lehmann Brothers Aggregate Bond Index.

Quelle: Bundesverband alternative Investments (BAI).

DIW Berlin 2004

Klassifikation der Anlagestrategien

Bei den Anlagestrategien von Hedge-Fonds wird beispielsweise zwischen marktneutralen, ereignisgetriebenen und opportunistischen Strategien unterschieden (Kasten).⁵ Marktneutrale Strategien zielen darauf ab, Preisabweichungen miteinander verbundener Wertpapiere zu identifizieren und sie unabhängig von den Schwankungen des Marktes mittels gegenläufiger Positionen auszunutzen. Negative Renditen drohen hier vor allem, wenn sich die Kurse weiter spreizen, anstatt sich – wie vom Fonds-Manager erwartet – anzunähern. Ereignisgetriebene Strategien versuchen, mithilfe von außergewöhnlichen Situationen im Lebenszyklus eines Unternehmens Gewinne zu erzielen. Die Risiken liegen hier vor allem darin, dass die erwarteten Ereignisse (Sanierung, Übernahme) nicht eintreten. Opportunistische Strategien setzen auf Bewegungen im wirtschaftlichen Umfeld internationaler Kapitalmärkte. Berühmtestes Beispiel für diesen Strategietyp ist der Quantum Fund von George Soros, dessen Spekulation auf eine Abwertung des britischen Pfunds im Jahre 1992 zum Ausscheiden des Pfunds aus dem Europäischen Währungssystem führte und dem Fonds einen Gewinn von 1 Milliarde britischen Pfund einbrachte. Die Long/Short-Equity-Strategie ist mit mehr als 30 % der beliebteste Strategietyp.⁶ Sie gehört ebenfalls zur Klasse der opportunistischen Strategien.

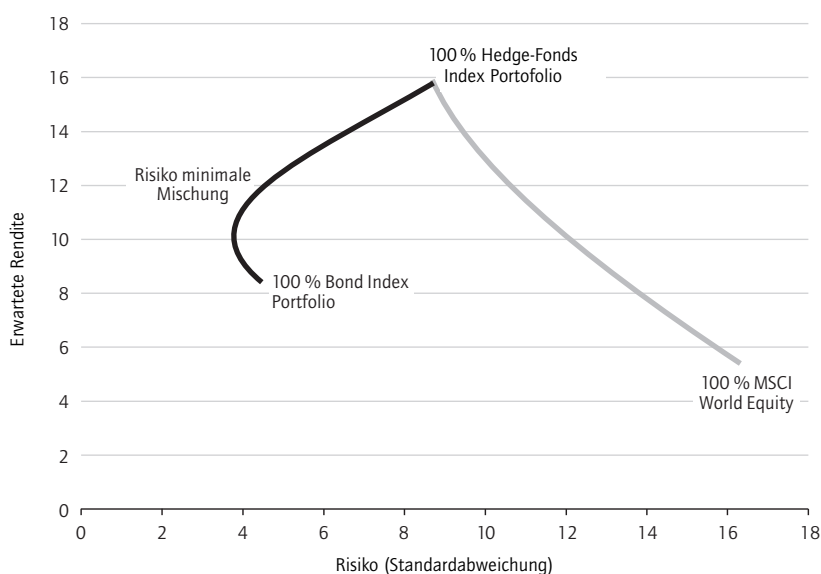
Chancen und Risiken von Hedge-Fonds

Die Daten zu Hedge-Fonds und Fonds-Indizes wiesen in der Vergangenheit für die meisten Typen höhere Renditen und eine geringere Standardabweichung aus als für namhafte Aktienindizes (S & P 500, MSCI World Equity) (Tabelle 2).⁷ Diese Unterschiede könnten bedeuten, dass sich mit Hedge-Fonds eine bessere Diversifizierung eines Aktienportfolios erreichen lässt. Die Abbildung zeigt jedoch, dass diese Erwartung nicht zwangsweise erfüllt wird. Betrachtet man für den Zeitraum 1988 bis 2003 die Durchschnittswerte eines Portfolios aus dem bekannten VAN Global Hedge Fund Index (VGHI) und dem Aktienindex MSCI World Equity, so zeigt sich zwar, dass die Rendite steigt und das Marktrisiko sinkt, wenn der Anteil des Hedge-Fonds-Index im Gesamtportfolio größer wird. Ein wahrer Diversifikationseffekt lässt sich

Abbildung

Risiko-Rendite-Profil einer Mischung aus VAN Global Hedge Fund Index (VGHI) und Lehmann Brothers Aggregate Bond Index bzw. VGHI und MSCI World Equity Index

Jahresdurchschnitt 1988 bis 2003 in %



Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2004

⁵ Vgl. Martin Eling: Eignung von Hedgefonds für das Asset Management der deutschen Versicherungsindustrie. Arbeitspapier. Universität Münster 2004.

⁶ BARRA RogersCasey: An Introduction to Hedge Funds, 2001, S. 9, www.rogerscasey.com/contents/research/wp/hedgefunds.pdf.

⁷ S & P: Standard & Poor's; MSCI: Morgan Stanley Capital International. Die meisten Aktienindizes sind investierbar. Auch in einige Hedge-Fonds-Indizes kann direkt investiert werden.

Kasten

Typische Anlagestrategien von Hedge-Fonds¹

Marktneutrale Anlagestrategien

Convertible Arbitrage

Aktien eines Unternehmens werden leer verkauft und gleichzeitig die als unterbewertet eingeschätzten Wandelanleihen gekauft. Der Fondsmanager erwartet, dass (a) bei einem Kursanstieg der Aktie der Gewinn aus der Wandelanleihe höher ist als der Verlust aus der leer verkauften Aktie und (b) bei einem Kursrückgang der Aktie der Verlust aus der Wandelanleihe geringer ausfällt als der Gewinn aus der leer verkauften Aktie.

Fixed Income Arbitrage

Der Fonds-Manager versucht, Fehlbewertungen von festverzinslichen Wertpapieren auszunutzen und spekuliert auf die Einebnung der Renditeunterschiede zwischen diesen Wertpapieren.

Equity Market Neutral-Strategie

Hier wird auf eine Annäherung der Kurse von Aktien spekuliert, indem der unterbewertete Titel gekauft und der überbewertete leer verkauft wird.

Ereignisgetriebene Strategien

Distressed Securities

„Ramsch“-Anleihen (*Junk Bonds*) und/oder Aktien eines angeschlagenen Unternehmens werden in der Erwartung gekauft, dass der Kurs nach durchgeführter Restrukturierung oder Sanierung steigt.

Merger Arbitrage

Aktien des Übernahmekandidaten werden gekauft und solche der übernehmenden Gesellschaft leer verkauft.

Opportunistische Strategien

Global Macro-Strategie

Spekuliert wird weltweit auf eine fundamentale Richtungsänderung der Preise von Wertpapierklassen (Aktien, Renten, Währungen etc.).

Dedicated Short Bias-Strategie

Subjektiv überbewertete Wertpapiere werden in der Erwartung leer verkauft, um sie zu einem späteren Zeitpunkt günstiger zurückkaufen zu können.

Emerging Markets-Strategie

Der Fonds-Manager investiert in Aktien oder Anleihen von Schwellenländern mit positiven wirtschaftlichen Aussichten.

Long/Short Equity-Strategie

Unterbewertete Aktien werden gekauft und überbewertete leer verkauft. In der Regel ist die *Long*-Quote größer als die *Short*-Quote. Zur Absicherung der Positionen können Terminkontrakte eingesetzt werden.

¹ Da in zahlreichen Quellen noch eine Vielzahl von anderen Strategien genannt wird, spricht man hier von typischen Anlagestrategien. Gelegentlich werden auch andere Strategiebezeichnungen verwendet.

Tabelle 3

Korrelationskoeffizienten ausgewählter Hedge-Fonds-Strategien mit Benchmarks

Jahresdurchschnitt 1988 bis 2003

Hedge-Fonds-Strategien	MSCI ¹	S & P ²	LBABI ³
Distressed Securities	0,3	0,3	-0,1
Emerging Markets	0,6	0,5	-0,3
Fixed Income	0,4	0,3	0,4
Global Macro	0,5	0,4	0,1
Market Neutral Arbitrage	0,3	0,4	0,0
Opportunistic	0,6	0,7	0,0
Shortselling ⁴	-0,7	-0,8	0,2
VGHFI ⁵	0,7	0,7	-0,1

¹ Morgan Stanley Capital International.² Standard & Poor's.³ Lehmann Brothers Aggregate Bond Index.⁴ Vergleichbar mit Dedicated Short Bias.⁵ VAN Global Hedge Fund Index.

Quelle: Bundesverband alternative Investments (BAI).

DIW Berlin 2004

freilich nicht erzielen. Grund hierfür ist, dass viele der unterschiedlichen Typen von Hedge-Fonds ähnlichen Triebkräften wie Aktienmärkte ausgesetzt sind, also mit den Aktienmärkten positiv korrelieren (Tabelle 3).⁸

Die Beimischung von Hedge-Fonds erzeugt nur unter bestimmten Bedingungen einen wahren Diversifikationseffekt. Das zeigt sich beispielsweise bei einer Mischung aus Hedge-Fonds-Index und dem Anleiheportfolio Lehmann Brothers Aggregate Bond Index (LBABI). Die *negative* Korrelation zwischen beiden Komponenten ermöglicht es, ein risikominimales Portfolio zu konstruieren, bei dem das Marktrisiko jeweils geringer ist als bei einer Investition in die jeweiligen Einzelindizes. Dennoch liegt die Rendite höher, als wenn nur in den Bond-Index investiert würde. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass Hedge-Fonds das systematische Risiko nur dann reduzieren, wenn sie geeigneten Portfolios beigemischt werden.

Dem Potential zur Reduktion des systematischen Risikos stehen freilich auch eine Reihe von unsystematischen Risiken gegenüber. Hedge-Fonds investieren häufig in langfristige Anlagen, die nur unter Inkaufnahme von Verlusten vorzeitig verkauft werden können. Zudem halten sie teilweise sehr große Positionen von einzelnen Wertpapieren. Beim Versuch des Verkaufs größerer Tranchen würden die Preise dieser Wertpapiere durch die Transaktion selbst so unter Druck geraten, dass ein angemessener Erlös kaum mehr erzielbar wäre. Um auszuschließen, dass das Fonds-Management durch die vorzeitigen Rückgabewünsche ihrer Kunden zu unvorteilhaften Liquidierungstransaktionen gezwungen werden kann, definieren Hedge-Fonds lange Kündigungsfristen und bis zu drei

Jahre reichende Mindesthaltefristen. Diese Fristen bedeuten erhebliche Liquiditätsrisiken für die Klienten und zwingen sie unter Umständen, den Abwärtsbewegungen ihres Fonds tatenlos zusehen zu müssen.

Fremdkapitalrisiken potenzieren sich vor allem durch die Kombination von Leerverkäufen und *Leverage*. Das Leihen von Wertpapieren ist ökonomisch gesehen nichts anderes als eine Kreditaufnahme mit unsicherem Rückzahlungsbetrag. Da Aktienkurse im Prinzip bis ins Unendliche steigen können, ist auch das Verlustrisiko durch Leerverkäufe unbegrenzt hoch. Ein hoher Fremdkapitaleinsatz steigert diese Verlustrisiken zusätzlich. Unerwartete Marktbewegungen oder die Einspeisung von falschen Annahmen in die Handelssysteme⁹ können daher sehr schnell die Insolvenz eines Fonds und den Totalverlust aller Einlagen herbeiführen.¹⁰

Der annähernd regulierungsfreie Raum, in dem Hedge-Fonds agieren können, zieht die Abwesenheit der meisten für andere Investment-Fonds geltenden Offenlegungspflichten nach sich. Viele Hedge-Fonds verweigern die Offenlegung der von ihnen gehaltenen Positionen gegenüber ihren Investoren. Sie argumentieren, dass insbesondere das Bekanntwerden großer *Short*-Positionen von anderen Marktteilnehmern zum Schaden der Fondsinvestoren genutzt werden könnte. Auch über den *Leverage* werden die Investoren in der Regel ebenso im Unklaren gelassen wie über Schätzungen zur Wahrscheinlichkeit eines Fehlschlags der eingeschlagenen Strategie. Ein zusätzliches Problem stellt die völlige Intransparenz hinsichtlich potentieller Interessenkonflikte zwischen dem Management des Fonds und den kooperierenden Investmentbanken dar. In einer kürzlich für die amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC durchgeführten Studie wird darüber hinaus besondere Besorgnis über die mangelnde Information zu den Bewertungstechniken von Hedge-Fonds geäußert.¹¹ Der fehlende Zugang zu diesen Informationen verwehre es selbst informierten Investoren, den Wert ihrer Anlagen in Hedge-Fonds richtig einzuschätzen.

⁸ BAI: Global Hedge Funds Correlations, Hedge Funds Strategies and Benchmarks, 2003, www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic_07.htm.

⁹ Da die einzelnen Transaktionen auf der Basis hochkomplexer mathematischer Modelle durchgeführt werden, in die die Annahmen des Managements einfließen, sind Hedge-Fonds auch in besonderem Maße dem operationellen Risiko, also dem Risiko des Versagens von Systemen und Personen, ausgesetzt.

¹⁰ Vgl. Barry Eichengreen et al.: Hedge Funds and Financial Market Dynamics. International Monetary Fund, Occasional Paper Nr. 166. Washington, D.C. 1998. Hier ist von einer durchschnittlichen jährlichen Ausfallrate bei Hedge-Fonds von 7 % die Rede.

¹¹ Vgl. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (SEC), a. a. O., Executive Summary, Part xi.

Erschwerend kommt hinzu, dass die veröffentlichten Performance-Indizes zu Hedge-Fonds nur eingeschränkt als hinreichende Informationsbasis für das Wertentwicklungspotential anzusehen sind. Die Indexanbieter übernehmen die Daten von den Hedge-Fonds meist ohne weitere Prüfung. Sie berücksichtigen ausschließlich existierende Hedge-Fonds und keine Performance-Zahlen von insolventen Fonds. Die Performance eines so selektierten Portfolios ist grundsätzlich positiv verzerrt. Viele Hedge-Fonds besitzen zudem keine lange Datenhistorie, so dass eine Einschätzung der langfristigen Performance kaum möglich ist.¹²

Hedge-Fonds in Deutschland

Das weltweit in Hedge-Fonds investierte Vermögen ist in den letzten Jahren kontinuierlich gewachsen. Waren es 1990 noch weniger als 50 Mrd. US-Dollar, so wurden für das Jahr 2003 bereits Mittel in Höhe von mehr als 800 Mrd. US-Dollar ausgewiesen.¹³ Die Wachstumsraten für das weltweit verwaltete Fondsvermögen haben besonders in der jüngsten Vergangenheit stark zugenommen. 2001 betrug die Wachstumsrate knapp 10 %, 2002 bereits mehr als 16 %, und im Jahre 2003 wuchs das Vermögen um mehr als 31 %. Auch für das Jahr 2004 werden wieder Rekordzahlen erwartet.

Seit Januar 2004 sind in Deutschland Hedge-Fonds zugelassen. Nach einer längeren Vorbereitung wurden zum 31. März 2004 die ersten Hedge-Fonds aufgelegt. Dabei ist zwischen so genannten Dach-Hedge-Fonds und Single-Hedge-Fonds zu unterscheiden. Dach-Hedge-Fonds setzen sich aus verschiedenen Single-Hedge-Fonds (Zielfonds) zusammen, die ihrerseits vielfach auf unterschiedliche Strategien setzen. In Single-Hedge-Fonds können nur institutionelle Investoren investieren.

Privatanleger sind auf Dachfonds mit einer breiten Streuung des Vermögens beschränkt. Dabei muss in mindestens fünf verschiedene Zielfonds investiert werden, wobei in einen Zielfonds bzw. eine Anlagestrategie höchstens 20 % bzw. 40 % der Mittel fließen dürfen.¹⁴ Aufgrund dieser Diversifikation gelten Dachfonds im Vergleich zu Single-Hedge-Fonds als risikoärmer. Da die Fondskosten zweimal anfallen, sind Dachfonds für den Anleger allerdings auch teurer. Entscheidend für die Wertentwicklung des Dachfonds ist die Auswahl der zugrunde liegenden Single-Hedge-Fonds. Dachfonds dürfen öffentlich vertrieben und aktiv beworben werden, während der Verkauf eines Single-Hedge-Fonds nur im Rahmen von Privatplatzierungen möglich ist. Als erster deutscher Dach-Hedge-Fonds wurde der DWS Hedge Invest Dynamic aufgelegt. Die unabhängige Fondsgesellschaft

Lupus alpha startete am 30. März 2004 den ersten deutschen Single-Hedge-Fonds.¹⁵

Durch Beimischung von Single- oder Dach-Hedge-Fonds in *geeignete* Portfolios gelingt es bei gleichem Marktrisiko, eine höhere Rendite zu erzielen. Hedge-Fonds – eingesetzt in breit gestreuten Portfolios von gut informierten Privatanlegern und institutionellen Investoren – tragen somit zu einer verbesserten Risikoallokation in der Ökonomie bei. Da die Anlage in ausländische Fonds auch vorher schon erlaubt war, konnten deutsche Investoren Hedge-Fonds im Prinzip auch bereits vor dem Inkrafttreten des Investment-Modernisierungsgesetzes zur Diversifizierung nutzen. Allgemein ist jedoch bekannt, dass Anleger bei der Bestückung ihrer Portfolios eine besondere Präferenz für einheimische Papiere an den Tag legen (*Home Bias*).¹⁶ Daher ist davon auszugehen, dass trotz der bereits vorhandenen internationalen Alternativen die Zulassung von Hedge-Fonds mit Sitz in Deutschland zur Vervollständigung der hiesigen Kapitalmärkte beigetragen hat.

Lang anhaltende Abweichungen der Wertpapierpreise von ihrem Fundamentalwert setzen Investoren der Gefahr von Vermögensverlusten aus. Mit ihrem speziellen Geschäftsmodell, anomale Preise auf den Wertpapiermärkten zu ihrem Vorteil auszunutzen, arbeiten Hedge-Fonds aktiv an der schnellen Beseitigung von Preisanomalien mit. Insofern verbessern die Transaktionen vieler Hedge-Fonds die Informationseffizienz auf den Kapitalmärkten und beugen Vermögensverlusten infolge von „falschen“ Kursen vor.¹⁷

Diesen prinzipiell effizienzverbessernden Eigenschaften von Hedge-Fonds stehen mögliche systemische Risiken gegenüber. Spektakuläre Einzelfälle wie die Beinahe-Insolvenz des Hedge-Fonds *Long Term Capital Management (LTCM)* im Jahre 1998 haben gezeigt, dass schlingernde Hedge-Fonds die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems

¹² Vgl. Franklin R. Edwards und Stav Gaon: Hedge Funds: What Do We Know? In: Journal of Applied Corporate Finance, No. 15, 2003, S. 58–71.

¹³ BAI: Estimated Global Hedge Funds Assets under Management, 2004, www.bvai.de/typo/fileadmin/templates/bai/Statistiken/statistic_06.gif. Vgl. dazu auch Manolis Chatiras: The Benefits of Hedge Funds: 2004 Update, Working paper, Center of International Securities and Derivatives Markets, Februar 2004, S. 3, www.cisdsm.som.umass.edu/research/pdffiles/benefitsofhedgefunds.pdf.

¹⁴ Bundesministerium der Finanzen: Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen, www.bundesfinanzministerium.de/Anlage23717/Gesetz-zur-Modernisierung-des-Investmentwesens-und-zur-Besteuerung-von-Investment-vermoegen.pdf.

¹⁵ HedgeFunds_Magazin: Lupus alpha startet mit der Auflage des ersten deutschen Single-Hedge Funds. HedgeFunds_Magazin 03, 2004.

¹⁶ Vgl. Joshua D. Coval und Tobias J. Moskowitz: Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. Working Paper, Selected Papers 85, University of Chicago 2002.

¹⁷ Vgl.: Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten. In: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, März 1999.

bedrohen können. Bei entsprechender Größe der eingegangenen Positionen und einer hohen Verschuldung gegenüber dem Bankensystem kann die Krise eines Fonds ähnliche Turbulenzen im Finanzsystem auslösen wie der drohende Zusammenbruch einer Großbank.¹⁸ Die Übernahme des mit einem extrem hohen *Leverage* arbeitenden Fonds durch die Gläubigerbanken hat zwar 1998 verhindert, dass die Positionen von *Long Term Capital Management* unter Hinnahme schwerer Verluste kurzfristig liquidiert werden mussten. Die Wiederholung des Falles ist jedoch keinesfalls ausgeschlossen, da bislang keine prinzipielle Gefahrenabwehr z. B. in Form von Verschuldungsgrenzen für Hedge-Fonds oder einer stärkeren staatlichen Beaufsichtigung stattgefunden hat.¹⁹ Vor dem Hintergrund des starken Wachstums der Hedge-Fonds in den vergangenen Jahren wird in den USA allerdings damit gerechnet, dass die SEC bereits in naher Zukunft erste Regulierungsvorschriften für die Branche erlässt.²⁰ Einige Wissenschaftler sehen freilich in einer stärkeren Überwachung jener Risiken, die der Bankensektor gegenüber Hedge-Fonds eingeht, eine effizientere Alternative zur direkten Regulierung der Fonds.²¹

Fazit

Mit dem Investment-Modernisierungsgesetz hat die Bundesregierung erstmals Hedge-Fonds in

Deutschland zugelassen. Das Inkrafttreten des Gesetzes wurde angesichts des momentan weltweiten Booms dieser Anlageform und der Tatsache, dass Deutschland bei der Legalisierung von Hedge-Fonds zu den Schlusslichtern in Europa zählt, von großen Erwartungen begleitet. Bislang haben sich diese Erwartungen jedoch kaum erfüllt. Nur wenige Investmentgesellschaften sind im ersten Halbjahr 2004 zugelassen worden.²² Die allgemeine Zurückhaltung mag zum einen darauf zurückzuführen sein, dass sich in jüngster Zeit die Renditen der meisten Hedge-Fonds-Anlagestrategien ungünstig entwickelt haben.²³ Sie kann aber auch ein Resultat der vergleichsweise hohen Kosten und der nur schwer einschätzbaren spezifischen Risiken dieser Anlageform sein.

18 Der Niedergang des Hedge-Fonds kam in Gang, weil sich die als anomal angesehenen Preisunterschiede zwischen (zumeist festverzinslichen) Wertpapieren aus unterschiedlich entwickelten Ländern unerwartet nicht eingeebnet, sondern ausgeweitet haben. Vgl. auch Franklin R. Edwards: *The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection*. Working Paper Series Nr. 9, Institute for Law and Finance. Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt. Frankfurt a. M. 2003.

19 Vgl.: Pimco Chief Says Economy is Less Stable than in Past „20 or 30 Years“ (bearbeitet von Deborah Brewster). In: *Financial Times* vom 17. Juni 2004.

20 IPE.com 24/Jun/04: GLOBAL: Financial Stability Forum to Investigate Hedge Funds (bearbeitet von James Mawson), www.ipe.com/article_default.asp?article=16882.

21 Vgl. Franklin R. Edwards, a. a. O.

22 Vgl.: Warten auf das große Geschäft (bearbeitet von Heino Reents). In: *Die Zeit* vom 13. Mai 2004.

23 Vgl.: Hedge-Fonds bringen weniger ein. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 29. Mai 2004.

Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin

Diskussionspapiere

Erscheinen seit 1989

Nr. 428

The Transition into Work – Specialities for the Hidden Labour Force in Comparison to Other Economically Inactive Persons

Von Elke Holst und C. Katharina Spieß

Juni 2004

Nr. 429

Measuring State Dependence in Individual Poverty Status: Are There Feedback Effects to Employment Decisions and Household Composition?

Von Martin Biewen

Juni 2004

Nr. 430

R&D and Price Elasticity of Demand

Von Dorothea Lucke, Philipp Schröder und Dieter Schumacher

Juli 2004

Nr. 431

Does Macroeconomic Policy Affect Private Savings in Europe? Evidence from a Dynamic Panel Data Model

Von Mechthild Schrooten und Sabine Stephan

Juli 2004

Nr. 432

Cartel Stability and Economic Integration

Von Philipp J. H. Schröder

Juli 2004

Nr. 433

Declining Output Volatility in Germany: Impulses, Propagation, and the Role of Monetary Policy

Von Ulrich Fritzsche und Vladimir Kuzin

Juli 2004

Nr. 434

The Relationship between Pet Ownership and Health Outcomes: German Longitudinal Evidence

Von Bruce Headey und Markus M. Grabka

August 2004

Nr. 435

Induced Technological Change in a Multi-regional, Multi-sectoral Integrated Assessment Model (WIAGEM) – Impact Assessment of Climate Policy Strategies

Von Claudia Kemfert

August 2004

Die Volltextversionen der Diskussionspapiere liegen von 1998 an komplett als pdf-Dateien vor und können von der entsprechenden Website des DIW Berlin heruntergeladen werden (www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere).



Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin

Bruce Headey and Markus M. Grabka

The Relationship between Pet Ownership and Health Outcomes: German Longitudinal Evidence

Previous cross-sectional and intervention studies have suggested that pet owners may enjoy better physical and mental health than non-owners. This paper presents longitudinal evidence from a major national representative longitudinal survey: the German Socio-Economic Panel (SOEP). Because the data are longitudinal, it is possible to assess the impact on health outcomes (measured by number of doctor visits) of longer term pet ownership, and also of gaining and losing a pet. An unexpected finding was that all health benefits appear to accrue to homeowners only. The main result, then, is that homeowners who have owned a pet for five years or more make significantly fewer doctor visits than non pet owners. However, losing a pet appears to impose immediate health costs. The results hold after controlling for other variables associated with use of health services, and also for health status at baseline. They still hold when a proxy for unobserved heterogeneity is included in equations.

Discussion Paper No. 434

August 2004

Claudia Kemfert

Induced Technological Change in a Multi-regional, Multi-sectoral Integrated Assessment Model (WIAGEM) – Impact Assessment of Climate Policy Strategies

This paper illustrates the representation of induced technological change in the multi-regional, multi-sectoral integrated assessment model WIAGEM. The main aim of this paper is to investigate quantitatively economic impacts of climate policy measures due to induced technological changes that are considered. Improved technological innovations are triggered by increased R&D expenditures that advance energy efficiencies. Model results show that induced technological changes due to increased investment in R&D reduce compliance costs. Although R&D expenditures compete with other investment expenditures, we find that increased R&D expenditures improve energy efficiency that substantially lowers abatement costs. Without the inclusion of induced technological changes, emission targets are primarily reached by production declines, resulting in overall welfare reductions. With the inclusion of induced technological changes, emission mitigations can achieve fewer production drawbacks. Technological spill over effects also lead to improved terms of trade effects.

Discussion Paper No. 435

August 2004

Die Volltextversionen der Diskussionspapiere liegen von 1998 an komplett als pdf-Dateien vor und können von der entsprechenden Website des DIW Berlin heruntergeladen werden (www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/diskussionspapiere).

Impressum

Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)
Prof. Dr. Georg Meran (Vizepräsident)
Dr. Tilman Brück
Dörte Höppner
PD Dr. Gustav A. Horn
Dr. Kurt Hornschild
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Bernhard Seidel
Prof. Dr. Viktor Steiner
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Axel Werwatz, Ph. D.
Prof. Dr. Christian Wey
Dr. Hans-Joachim Ziesing

Redaktion

Dr. habil. Björn Frank
Dr. Elke Holst
Jochen Schmidt
Dr. Mechthild Schrooten

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-897 89-249
presse@diw.de

Verlag

Verlag Duncker & Humblot GmbH
Carl-Heinrich-Becker-Weg 9
12165 Berlin
Tel. +49-30-790 00 60

Bezugspreis

(unverbindliche Preisempfehlungen)
Jahrgang Euro 120,-
Einzelheft Euro 11,-
Zuzüglich Versandkosten
Abbestellungen von Abonnements
spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter www.diw.de

Konzept und Gestaltung

kognito, Berlin

Druck

Druckerei Conrad GmbH
Oranienburger Str. 172
13437 Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung
– auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Abteilung
Information und Organisation zulässig.